

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200208110

UDC _____

学 位 论 文

中国管理层收购: 法律障碍及其应对之策

Management Buy-Out in China:
Legal Obstacles and Its Countermeasures

吴 静

指导教师姓名: 徐崇利 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 国 际 法 学

论文提交日期: 2005 年 5 月

论文答辩时间: 2005 年 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 5 月

内容摘要

管理层收购是指公司管理层利用自有资金或外部融资来购买其所经营的公司的股份，以此完成由单纯的公司管理者到股东的法律地位的转变，并进而改变公司所有权结构、控制权结构的商事行为。作为中国国有企业产权改革的一种重要方式，管理层收购越来越受到法律界和金融界的重视。但是，这一源于西方的并购模式由于形成背景等各方面的不同，不能被中国企业所照搬。因此，本文对管理层收购在中国兴起的深层次动因进行了剖析，并在对中外管理层收购做较为细致比较的基础上，探讨了我国现阶段什么样的企业适宜进行管理层收购的问题。其后，本文对现阶段我国企业进行管理层收购面临的主要法律障碍作了进一步的分析，并建议运用信托方式应对管理层收购的法律障碍。通过总结信托在管理层收购中的作用，解读有关管理层收购信托的新规定，以及分析现阶段管理层收购信托融资方案的缺陷，本文最后对管理层收购信托融资方案进行重新探索和设计。

关键词： 管理层收购； 信托融资； 法律制度

ABSTRACT

Management Buy-Out means a commercial conduct that the management make use of their own funds or outside funds to purchase the company's share, which is run by themselves, so that they change from the pure management to the shareholders of the company and the company's property structure and controlling structure change too. As an important method for the reformation of state-owned property right in China, Management Buy-Out attracts more and more attentions in legal and financial circles. But such pattern originated from western countries can't be copied wholly by Chinese enterprises. Thereafter my paper analyses the deep reason for the development of Management Buy-Out in China, and then discusses what kind of Chinese enterprise suit to Management Buy-Out on the basis of detailed comparison of the differences of Management Buy-Out between China and foreign countries. Thenceforth my paper makes a further inquire into the main legal obstacles of Management Buy-Out towards Chinese enterprises nowadays and suggests that the method of trust be good to face with legal obstacles of Management Buy-Out. After summing up the functions of trust to Management Buy-Out, explaining the new stipulations of trust of Management Buy-Out and analyzing some defects of the current plans, my paper makes a new inquiring into the plan of trust financing of Management Buy-Out at the end.

Key Words: Management Buy-Out; Trust Financing; Legal System

目 录

第一章 管理层收购在中国的变异.....	1
第一节 管理层收购的由来和理论基础.....	1
一、管理层收购在西方国家的形成和发展	1
二、发达国家中管理层收购的现实应用	3
三、管理层收购的理论基础	4
第二节 管理层收购在中国兴起的深层次动因.....	6
一、国有经济结构战略性调整的推进	7
二、国有企业产权体制改革的深化	7
第三节 中外管理层收购比较.....	9
一、形成背景不同	10
二、收购主体不同	11
三、收购对象不同	11
四、收购比重不同	12
五、产权状况不同	12
六、实施后的重整不同	13
第二章 管理层收购在中国面临的法律障碍	14
第一节 我国企业是否适宜管理层收购.....	14
一、肯定论和否定论之争	14
二、观念更新之必要	16
三、我国现阶段什么样的企业适合管理层收购	21

第二节 管理层收购面临的主要法律障碍及其被叫停	23
一、收购主体障碍	23
二、融资障碍	25
三、解读管理层收购被叫停	32
第三章 以信托方式应对管理层收购法律障碍	35
第一节 信托在管理层收购中的作用	35
一、信托在管理层收购收购主体方面的作用	36
二、信托在管理层收购融资方面的作用	37
三、信托在管理层收购股权定价方面的作用	38
四、信托在管理层收购后期整合和监管中的作用	39
第二节 管理层收购信托的新规定	39
一、信息披露要求	40
二、尽职调查要求	43
第三节 管理层收购信托融资	44
一、现行一些管理层收购信托融资方案的缺陷	44
二、管理层收购信托融资方案的再探索	45
结 束 语	47
参考文献	48

CONTENTS

Chapter 1 The Variation of Management Buy-Out in China ..1

Subchapter 1 The Origin and Theoretical Ground.....1

Section 1 The Origin and Development in Western Countries 1

Section 2 The Practical Application of Management Buy-Out in
Developed Countries4

Section 3 The Theoretical Ground of Management Buy-Out4

Subchapter 2 The Deep Reason for The Development of Management Buy-Out in China.....7

Section 1 Promoting of Strategic Adjustment for State-owned
Economic Structure7

Section 2 Deep Reformation to Property Right of The State-owned
Enterprise.....7

Subchapter 3 Contrast of Management Buy-Out between China and Foreign Countries.....10

Section 1 Difference of Emergence Background10

Section 2 Difference of The Subject of Takeover 11

Section 3 Difference of The Object of Takeover..... 12

Section 4 Difference of The Proportion of Takeover12

Section 5 Difference of The Condition of Property Right 13

Section 6 Difference of The Renovating after Takeover.....13

Chapter 2 The Legal Obstacles of Management Buy-Out in China15

Subchapter 1 Whether Management Buy-Out is suitable for

Chinese Enterprise.....	15
Section 1 Controversy of Positive Statement and Negative Statement..	15
Section 2 Need to Renew Some Ideas.....	17
Section 3 What Kind of Chinese Enterprise Suit to Management Buy-Out Nowadays	21
Subchapter 2 The Main Legal Obstacles of Management Buy-Out and Its Suspending.....	23
Section 1 Legal Obstacle in Subject.....	24
Section 2 Legal Obstacle in Financing.....	26
Section 3 Analyses of The Suspending of Management Buy-Out	32
Chapter 3 Answer to the Legal Obstacles of Management Buy-Out by The Method of Trust	35
Subchapter 1 The Function of Trust to Management Buy-Out	35
Section 1 Function of Trust to The Subject of Management Buy-Out...	36
Section 2 Function of Trust to The Financing of Management Buy-Out ..	37
Section 3 Function of Trust to The Pricing Fixing of Stock in Management Buy-Out	38
Section 4 Function of Trust to The Renovating and Supervision after Management Buy-Out	39
Subchapter 2 The New Stipulation of Trust of Management Buy-Out	39
Section 1 The Requirement of Information Disclosing	40
Section 2 The Requirement of Investigation on Duty	43
Subchapter 3 Trust Financing of Management Buy-Out	44
Section 1 Some Defects of The Plan of Trust Financing of Management Buy-Out Nowadays	44
Section 2 The New Inquiring into The Plan of Trust Financing of Management Buy-Out	45
Conclusions	47
Bibliography.....	48

第一章 管理层收购在中国的变异

管理层收购(Management Buy-Out, 英文简称 MBO)是指公司管理层利用自有资金或外部融资来购买其所经营的公司的股份,以此完成由单纯的公司管理者到股东的法律地位的转变,并进而改变公司所有权结构、控制权结构的商事行为。但是,中国的管理层收购不论在形成背景还是收购过程上都与西方国家有着显著的差别。本章通过对这种差别的比较得出的结论是,管理层收购在中国的发展是一种变异。

第一节 管理层收购的由来和理论基础

一、管理层收购在西方国家的形成和发展

管理层收购在西方国家已有四十多年的发展历程,尤以英国和美国为代表,但两个国家的管理层收购又呈现出不同的发展模式。

(一) 管理层收购在英国的形成和发展

早在 20 世纪 60 年代中期,英国一些成功的家族企业业主由于年事已高,愿意出售企业股权,但又希望保留家族在企业的控制权。在当时只有两条路可行:要么上市,要么将企业出售给大公司。家族企业创始人通常不愿意上市,不希望把自己辛辛苦苦创立的企业交给自己不了解,且对公司长期经营没有兴趣的投资者;也不愿意把企业出售给大公司,被它们所吞并。为此,有人设计了杠杆收购模式,即 Leveraged Buy-Out (英文简称 LBO),就是把家族企业的大部分股权出售给一个由股权投资者组成的投资团队,投资团队的收购资金来源于举债,即杠杆贷款。后来,由于被收购企业的管理人员也参与投资团体,就逐步变成了专门的管理层收购。

到 20 世纪 70 年代，一方面由于产业多元化超出管理能力边界，使并购进的企业出现业绩下滑；另一方面由于证券市场投资理念和企业估价方法的调整，多元化企业不被投资者推崇，部分企业的价值被严重低估。在这样的背景下，一些投资银行家就发展了 20 世纪 60 年代开始形成的管理层收购，与管理层合作，利用杠杆融资收购被市场低估的企业，并完成私有化（上市公司下市）；经过一定时间对企业的调整和财务管制，再通过资产出售、上市或再次出售等方式获得高额投资回报。1980 年，英国经济学家麦克·莱特（Mike Wright）对这一现象进行了比较规范的定义，即“公司的经理层利用借贷所融资本和股权交易收购本公司的一种行为”。¹

但总体而言，1980 年以前英国法律限制了管理层收购的应用，英国法律规定企业本身不能支持任何自然人或机构购买本公司的股票。因此 20 世纪 80 年代管理层收购的发展比较平稳，1989 年达到顶峰后趋于冷却，最近几年又开始有复热迹象。2002 年 11 月 13 日，西门子通讯发出公告：其旗下的位于英国诺丁汉的毕斯通制造厂已完成管理层收购。²现在英国的管理层收购与其他任何欧洲国家相比都更为流行而且广泛，无论在法律程序，还是税收变化上，都受到政府的支持和鼓励。所有管理层收购的参与者，无论是管理者（有时也有职工参与），还是卖方和外部金融机构，都能获得一定的预期收益。

（二）管理层收购在美国的发展

在美国，管理层收购被管理层视作一生中的一次机会。他们普遍认为，一些对公司的创业和发展起过重要作用的经理人，考虑购买并持有其公司的股份，是公司产权变革中一件很自然的事。20 世纪 70 年代末

¹ 王培荣，梁扬子. 经营管理层收购与持股[M]. 北京：中国财政经济出版社，2003. 7.

² 黄耀华，周奇凤. 中国企业管理层收购（MBO）运作实务[M]. 广州：广东经济出版社，2003. 89.

期，管理层收购出现在美国，据有关统计数据表明，这一时期运用管理层收购进行资产剥离的案例占资产剥离总案例的百分比仅为 5% 左右；但到 20 世纪 80 年代，由于“垃圾债券”大行其道，管理层收购开始风靡；而经过 20 世纪 90 年代中后期第三次并购浪潮之后，这一数据已增长到 15% 左右。³投资银行每年都能导演一大批集团内子公司、分公司、生产线乃至整个公司出售的案例，交易方式一般采取私下谈判和有限范围内的拍卖。这些实体的质量良莠不齐，收购者往往是同业企业、互补型生产企业以及上游的供应商和下游客户。令人惊奇的是：这些机构几乎都要跟目标公司现有的管理团队合作收购。此外，通过员工持股计划（ESOP）⁴也呈现一定的增长趋势。根据证券数据公司（The Securities Data Corp.）估计，1990~1998 年期间，交易金额在 1000 万美元以上的管理层收购案例就有几千家。⁵无论是前向战略性收购，还是后向战略性收购，在保持公司的健康发展，并给投资者带来丰厚投资回报等方面，都无法与管理层收购比拟。即使是股份出让方，在他们选择退出股权资本时，也往往倾向于出售给管理层。

美国与英国管理层收购的发展呈现出完全不同的模式。在收购主体上，英国管理层收购主要由管理层发起，而美国则由金融机构提出建议的更多；在财务重组方面，英国管理层收购着眼于如何剥离不能带来财务收益或不能产生协同效益的业务或资产，而美国的管理层收购一般侧重于如何减少债务。

二、发达国家中管理层收购的现实应用

从莱特 1980 年发现管理层收购，并对其进行了较规范的定义以来

³ 时光. 上市公司MBO应该缓行[J]. 西南民族学院学报·哲学社会科学版, 2003, (4): 20.

⁴ 员工持股计划（Employee Stock Ownership Plans, 英文简称ESOP）是指公司内部员工认购本公司的部分股份，并委托某一法人机构托管运作；该法人机构代表员工进入董事会参与公司治理，并按所持股份享受公司利润分配的新型产权组织形式。

⁵ 黄耀华，周奇凤. 中国企业管理层收购（MBO）运作实务[M]. 广州：广东经济出版社，2003. 82.

的 20 多年里，国外的管理层收购在鼓励管理层积极性，降低代理成本，改善企业经营状况等方面起到了许多积极的作用，应用十分广泛。总体来说，主要有以下几种情况：

1、集团公司实现对子公司或分支机构的剥离。一些大企业集团出于经营上的考虑，有时会将非核心的子公司或分支机构剥离出去。由于子公司或分支机构的管理者了解这些企业的实际情况及潜力，往往会成为购买者；而集团公司出于以后继续与这些剥离公司或分支机构保持业务联系的目的，也倾向于将其出售给该公司的管理层。

2、作为敌意收购的防御。管理层收购常常用作对不受欢迎的要约收购或并购计划的防御措施。⁶

3、管理者的创业尝试。一些职业经理人基于对自己经营能力的信心及对本公司的了解，希望拥有企业的所有权，以使自己获得更大的收益。管理层收购为这些经理人提供了实现理想的途径。

4、公营部门的私有化。由于管理层收购可使管理者成为股东，提高企业的经营效率，因此管理层收购在国有部门的私有化过程中也得到了大量应用。例如，20 世纪 80 年代，英国在国有企业的民营化过程中就大量采用了管理层收购的方式，取得了很好的效果。

三、管理层收购的理论基础

任何商事制度的存在均有其理论根据，管理层收购也不例外。学者们尝试从不同角度论证管理层收购的理论基础。其中，最具价值的有两个理论——代理成本理论和激励机制理论。

（一）管理层收购与代理成本理论

众所周知，在企业发展的最初阶段，企业的所有者与经营者往往是合二为一的，那时企业规模较小，资本量有限，企业的所有者一般可以

⁶ DEMOTT, DEBORAH A. Directors' Duties in Management Buyouts and Leveraged Recapitalizations [J]. Ohio State Law Journal, 1988 (49): 517.

胜任企业的经营管理。但随着企业的进一步发展，企业规模扩大，于是产生了企业所有者管理才能与企业资产的不对称，所有者无法有效率地经营企业，继而导致了企业所有权与经营权的分离。在两权分离的情况下，企业所有者与专业的职业经理人通过契约关系成为合作伙伴，实现了资源互补。现代企业中委托代理关系的确立，使企业资产掌握在善于资本运作的职业经理人手中，有利于资本的合理运作，对企业的进一步发展壮大是有利的；但也应当看到，企业中所有权与经营权的分离在促进企业发展的同时也导致了企业中委托代理成本过高的问题。虽然企业所有权与职业经理人依契约结成合作伙伴，但两者的利益目标毕竟是不一致的。企业所有者追求的是企业利润的最大化，进而增加自身的剩余索取权；而企业经理人员追求的则是自身收益的最大化，没有任何理由或证据可以表明企业经理人员会是无私的，或者会天然的与股东的利益保持一致。

随着公司规模扩大，一方面，公司的所有权被广泛分散到不承担任何管理责任的大量投资者手中；另一方面，管理愈复杂，股东与管理者之间的信息不对称状况加剧，股东对管理人员的管理效率将下降。在管理者不占企业股份或所占股份比例较小时，管理者为提高公司业绩所付出的艰辛劳动与其得到的报酬便很可能不成比例。在这种情况下，管理者往往置股东利益于不顾，而追求自身的利益，如在经营上耗费大量资源；进行奢侈支出；减少小股东的股息分配等。这就是所谓的“道德风险”问题。正如美国经济学家伯利（Berle A.A）和米恩斯（Means）指出的：“事实上，从所有权中分离出来的经济权力的集中，已创造出许多经济帝国，并将这些帝国送到新式的专制主义者手中，而将所有者贬到单纯出资的地位。”⁷管理层收购从某种意义上正是对现代企业中委

⁷ 张加. MBO（管理层收购）——国有企业改革新思路[EB/OL].

托代理成本过高状况的一种纠正。通过管理层收购，可以有效地解决现代企业中代理成本过高，管理层存在“道德风险”等问题。

（二）管理层收购与激励机制理论

这一理论主要从行为产生的原因出发，寻求行为激励的方法。马斯洛在其《需要层序论》和《调动人的积极性的理论》两本著作中认为，人的最迫切的需要是激发人的行为的主要原因和动力，因此，在进行行为激励时，必须注意抓住人的核心需要和最迫切需要的满足。⁸显然，在物质经济和生产力发展到一定阶段，传统的年薪和奖金等只能对应于低层级的需要层序，管理层收购才可能是企业家更高层需要的最佳激励方式。

在管理者不拥有或部分拥有企业所有权的情况下，管理者的努力和所获得的收益是不对称的，管理者努力工作的结果可能是承担全部成本而仅获取一部分收益。在这样的激励制度下，管理者会缺乏工作积极性；而当管理者成为完全所有者或者拥有的所有权能够控制企业时，其在积极性、主动性和创造性等方面所起的激励作用将是一切传统手段所无法比拟的。

当然，无论是代理成本理论、激励机制理论，还是其他的理论，都不是相互割裂，而是互相补充的。尤其在现代市场经济社会，管理层收购的目的往往不是单一的，而是多个目的的复合。管理层收购必定通过产权激励和管理层控制公司的手段，来达到降低代理成本，解决管理层的激励机制问题，同时这也是公司治理结构转变的需要。

第二节 管理层收购在中国兴起的深层次动因

管理层收购在西方国家发展了几十年不经衰败。如今，它也在中国

http://www.tobaccochina.com/manage/manage_content.aspx?id=846, 2003-09-09.

⁸ 李明良. 我国上市公司管理层收购的法律规制研究[EB/OL].

<http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=13534>, 2003-11-28.

大陆如火如荼地展开。但是这种发展的背后是与中国国情相匹配的深层次动因——一方面是为了推进国有经济结构战略性调整，另一方面则是国有企业产权体制改革深化的需要。

一、国有经济结构战略性调整的推进

随着我国社会主义市场经济体制的逐步确立，当前我国国有企业改革的重点将放在提高国有企业的质量及综合竞争力，优化国有经济结构上来；同时，中国加入世界贸易组织后，游戏规则也将发生变化，政府对经济的管理将更多地以间接调控为主。以上因素决定，当前我国的国有经济必须进行战略性调整。具体来说，就是要做到有进有退，有所为有所不为。这样，相当一部分国有企业将从竞争性行业退出，国有资产将逐步集中到关系国民经济命脉的关键领域和重点行业。而在国有经济战略调整的过程中，选择的国有资产转让方式是否合理，将直接影响到国有经济战略性调整的成败。有关数据表明，目前我国国有企业大约有 6.6 万亿的存量资本，其中约有 2/3 需要盘活。⁹如此多的国有资本要从竞争性领域退出，可选择对象无非是外资和包括管理层在内的民营资本。

二、国有企业产权体制改革的深化

我国管理层收购是随着经济体制改革的不断深入产生的。改革之初的主导方针是不触及产权变化的放权让利，其标志是 1981 年工业企业试行利润包干责任制和 1986 年推行企业承包经营制。1993 年颁布的《公司法》确认了公司制成为现代企业的基本形式，并在实践中开始了现代企业制度的试点。1995 年中国共产党十四届五中全会在“九五”计划中提出“抓大放小”，要求“区别不同情况，采取改组、联合、兼并、股份合作制、租赁、承包经营和出售等形式，加快国有小企业改革改组步伐”。在此背景下，管理层收购开始兴起。党的十五大以后，由于对私

⁹ 中国并购报告 2003[M]. 北京：人民邮电出版社，2003. 422.

有制企业的重新定位,某些名义上是集体所有制企业但实质上是个人占绝大部分股权比例的企业(俗称“红帽子企业”)发动了管理层收购,开始触及企业产权变动。

经济学意义上的产权,不仅仅指企业出资者的所有权,同时也涵盖了企业的法人财产支配权、使用权。“产权的决定性特征在于:一项财产的所有者有权不让他人拥有和积极地使用该财产,并有权独自占有在使用该财产时所发生的效益,同时承担该财产在运用中所发生的成本。排他性是所有者自主权的前提条件,也是使私人产权得以发挥作用的激励机制所需要的前提条件,当部分效益或部分成本不能影响财产所有者时,激励就会被扭曲。”¹⁰

在我国,国有企业产权体制上的问题主要表现在以下几个方面:

1、产权结构不合理

长期以来,我国国有企业的产权主体单一,政府代表全民所有的国有资产占据了国有企业的全部份额,政府委托的代理人全权行使着企业的权力,导致企业与政府的合一,使企业经营者背上了更多的行政包袱。即使从上市公司来看,代表着国有企业较为先进的企业制度和经营机制的1200多家上市公司中,国有股所占的比重也过大,平均大约65%的股份是国家股,¹¹由此就很难让非国有股东有效地监督企业的经营行为。这就是所谓的“一股独大”现象带来的弊端。

2、“所有者缺位”

由于国有企业的经营者是受国有资产的所有者(代表全民的政府)部分委托经营企业的,受托人的个人行为对企业的影响十分巨大。但同时,相当一部分国有企业的受托人不尽本职。由于缺乏有效的监督、激

¹⁰ 张加. MBO(管理层收购)——国有企业改革新思路[EB/OL].

http://www.tobaccochina.com/manage/manage_content.aspx?id=846, 2003-09-09.

¹¹ 李明良. 我国上市公司管理层收购的法律规制研究[EB/OL].

<http://www.civillaw.com.cn/weizhang/default.asp?id=13534>, 2003-11-28.

励机制，受托人对企业的经营行为不是积极指导决策，而是不与自身利益切身相关的就不闻不问，致使国有资产的代理人失去应有的决策监督功能，企业的多数决策经营权实际掌握在经理人员手中，从而进一步加深了信息不对称，这就是所谓的“所有者缺位”现象。

3、“内部人控制”

在体制改革过程中，某些企业没有按照《公司法》建立规范的治理结构，董事会、监事会不能起到应有的监督作用，甚至形同虚设，企业的“内部人控制”现象较为普遍。国有企业由政府授权经营，这就把公司法人治理结构中股东大会和董事会的信任关系与董事会与经理层的委托代理关系混淆起来，形成了“内部人”对自己的监督，淡化了公司所有者最终控制权。对具有完整的董事会成员资料的 406 家上市公司的分析表明，平均内部人控制度（内部董事人数/董事会成员总数）为 67%，其中内部人控制度为 100% 的公司有 83 家，占有效样本总数的 20.4%。¹²

应当看到，管理层收购在我国的推行是由国有企业的产权改革，集体和民营企业的制度创新所引起的。无疑，管理层收购对国有经济的战略性重组和国有企业改革有着重要的意义。作为一种制度的创新，管理者收购对解决所有者缺位和产权虚置，从而明晰产权关系，促进国有企业资产结构的有效调整及业务的重新整合具有重要意义。同时，对于调动管理层的积极性和创造意识，从而降低代理成本，提高经营管理效率以及社会资源的优化配置，管理层收购也将发挥积极的作用。

第三节 中外管理层收购比较

虽然在制度理念上，我国的管理层收购制度与西方的管理层收购制度相比，并不存在根本性的差异，

¹² 曾磊光. 国企新策丛书——遏制流失[M]. 武汉：武汉大学出版社，1999，99.

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库